

大客户营销需求上升，上市后多点布局

公司简报

◆事件：

公司上半年实现营业收入 35.10 亿元，同比增长 20.72%；归属于母公司净利润达 2742 万元，同比增长 2857.41%；业绩符合预期。

◆点评：

1. 现有客户营销需求持续上升，净利润高增长与去年低基数有关。公司客户以直客大客户为主（上海通用、蒙牛、京东、雅诗兰黛等），上半年营销需求仍保持增长，驱动营业收入增速达 21%。净利润高增长主要原因是收款回收工作、坏账计提降低所致。一、二季度为广告公司收入淡季，去年上半年公司扣除非经常损益亏损 252 万，基数较低；今年公司受益于大客户支出增加在一季度即实现盈利，上半年在低基数之上利润高增长。

2. 头部媒体采购占比持续提升，返利快速增长。上半年公司向前 5 名广告资源提供商的采购金额达 14.73 亿元，占比达 54.4%，较 2016 年前五大媒体占比 49% 进一步提升。2010 年以来互联网媒体渠道平台集中度不断提升，公司的采购策略跟随流量集中度变化趋势，且自 2014 年以来在视频类等快速成长媒体的采购比例迅速提升，媒体资源结构持续优化。中期视角，头部媒体的议价能力提升对于中介代理仍意味着盈利空间承压。

3. 买断代理品牌及毛利率有提升空间。公司买断代理业务自 2015 年开始布局，旨在充分发挥客户与媒体资源互动优势拓展收入空间；在 2016 年毛利率水平同比提升 40% 的基础之上，仍有利润率提升空间。

4. 公司上市后将多点布局提升竞争力。公司上市后将增加新客户开发力度，增强互联网广告服务的业务覆盖，大幅提升对客户的全面能力；逐步在影视节目等内容业务加大投入，通过多屏联动带动提升在互联网视频广告方面的竞争力，持续优化资源结构满足品牌客户综合需求。公司将加大对新技术、新业务的投入力度，强化在互联网广告技术领域的竞争优势。

◆投资建议：

公司持续受益于互联网优质媒体广告市场成长及大客户广告预算持续稳定成长。预测公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.83/1.02/1.22 元，对应 PE 分别为 42/34/29 倍。首次给予“增持”评级。

◆风险提示：

广告行业增速放缓，头部媒体挤压中介，行业竞争加剧，次新股风险等。

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	5,181	6,639	8,462	10,759	13,471
营业收入增长率	71.38%	28.14%	27.47%	27.15%	25.20%
净利润（百万元）	78	103	133	163	196
净利润增长率	-14.64%	31.76%	29.79%	22.66%	19.67%
EPS（元）	0.49	0.64	0.83	1.02	1.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.71%	16.08%	16.42%	16.76%	16.71%
P/E	72	55	42	34	29
P/B	9	9	7	6	5

增持（首次）

当前价/目标价：34.99/37.35 元

目标期限：6 个月

分析师

王铮 (执业证书编号：S0930514070006)

021-22169115

zhengwang@ebscn.com

市场数据

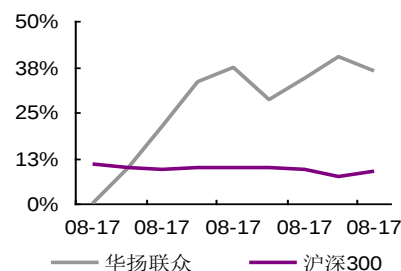
总股本(亿股)：1.60

总市值(亿元)：40.88

一年最低/最高(元)：21.12/37.86

近 3 月换手率：111.10%

股价表现(一年)



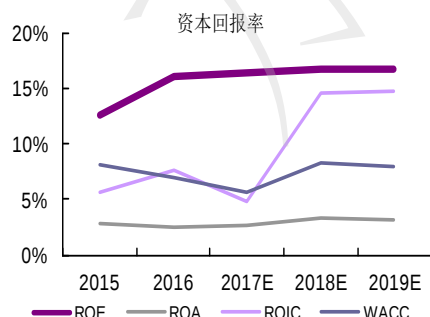
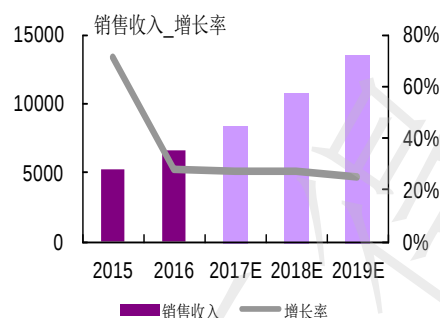
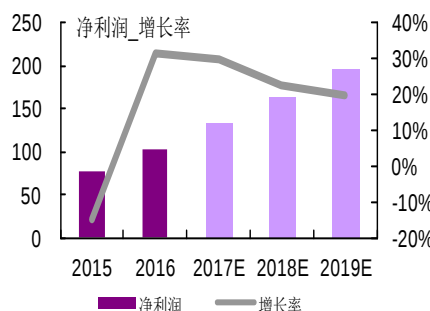
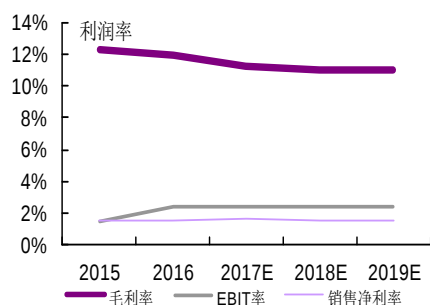
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.00	0.00	0.00
绝对	0.00	0.00	0.00

相关研报

互联网广告代理龙头，资源禀赋强、战略再升级

..... 2017-08-01



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,181	6,639	8,462	10,759	13,471
营业成本	4,544	5,846	7,506	9,572	11,985
折旧和摊销	16	17	7	9	8
营业税费	26	26	5	6	8
销售费用	385	476	592	753	943
管理费用	86	88	110	140	175
财务费用	13	37	39	56	84
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	33	2	2	3	3
营业利润	98	125	163	200	240
利润总额	99	126	167	204	244
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	77.92	102.67	133.26	163.44	195.60

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	2,806	3,924	4,929	4,872	6,076
流动资产	2,439	3,524	4,694	4,652	5,826
货币资金	146	360	762	968	1,212
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,117	2,763	3,435	3,047	3,815
应收票据	25	55	68	86	108
其他应收款	61	65	85	108	135
存货	0	0	0	0	0
可供出售投资	202	177	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	14	46	46	46	47
固定资产	18	37	71	104	121
无形资产	10	13	2	-55	-45
总负债	2,177	3,270	4,102	3,881	4,890
无息负债	1,812	2,263	1,606	3,442	4,282
有息负债	365	1,007	2,496	439	608
股东权益	629	654	827	990	1,186
股本	120	120	160	160	160
公积金	147	158	172	188	193
未分配利润	266	326	446	593	784
少数股东权益	16	15	15	15	15

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-238	-175	-1,218	2,368	186
净利润	78	103	133	163	196
折旧摊销	16	17	7	9	8
净营运资金增加	382	543	1,584	-1,879	335
其他	-713	-838	-2,942	4,075	-353
投资活动产生现金流	-6	-106	129	-48	-27
净资本支出	-13	-23	-50	-50	-30
长期投资变化	14	46	0	0	0
其他资产变化	-7	-129	179	3	3
融资活动现金流	241	409	1,490	-2,114	85
股本变化	0	0	40	0	0
债务净变化	195	642	1,489	-2,058	169
无息负债变化	873	451	-657	1,837	840
净现金流	-3	131	401	207	244

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	71.38%	28.14%	27.47%	27.15%	25.20%
净利润增长率	-14.64%	31.76%	29.79%	22.66%	19.67%
EBITDA/EBITDA 增长率	3.84%	88.72%	16.68%	27.23%	25.44%
EBIT/EBIT 增长率	-2.03%	105.86%	24.82%	27.17%	26.60%
估值指标					
PE	72	55	42	34	29
PB	9	9	7	6	5
EV/EBITDA	50	30	39	23	19
EV/EBIT	61	33	40	24	19
EV/NOPLAT	76	41	51	30	24
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	4	3	2	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	12.30%	11.94%	11.30%	11.03%	11.03%
EBITDA 率	1.81%	2.66%	2.44%	2.44%	2.44%
EBIT 率	1.50%	2.41%	2.36%	2.36%	2.38%
税前净利润率	1.91%	1.90%	1.97%	1.90%	1.81%
税后净利润率 (归属母公司)	1.50%	1.55%	1.57%	1.52%	1.45%
ROA	2.79%	2.56%	2.70%	3.36%	3.22%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.71%	16.08%	16.42%	16.76%	16.71%
经营性 ROIC	5.61%	7.59%	4.87%	14.68%	14.71%
偿债能力					
流动比率	1.13	1.08	1.14	1.20	1.19
速动比率	1.13	1.08	1.14	1.20	1.19
归属母公司权益/有息债务	1.68	0.63	0.33	2.22	1.93
有形资产/有息债务	7.34	3.76	1.93	10.99	9.90
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.49	0.64	0.83	1.02	1.22
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-1.49	-1.10	-7.61	14.80	1.16
每股自由现金流(FCFF)	-1.59	-2.38	-8.87	12.97	-0.39
每股净资产	3.83	3.99	5.07	6.09	7.32
每股销售收入	32.38	41.49	52.89	67.25	84.19

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

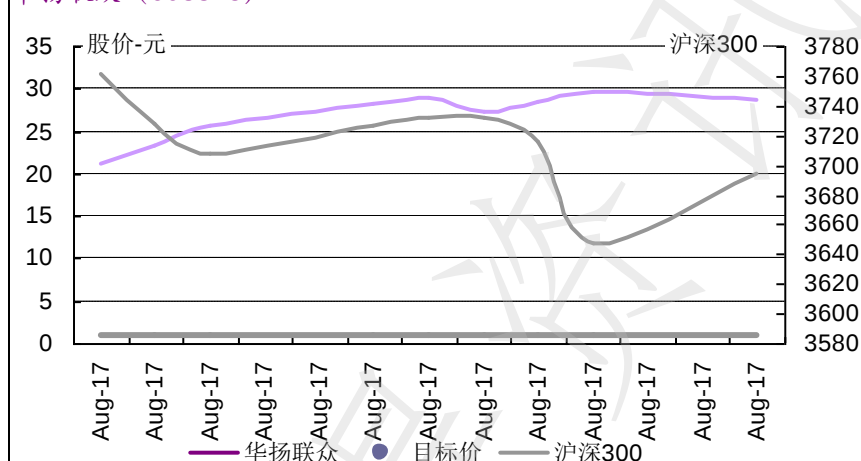
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王铮，武汉大学理学学士，中国科学院研究生院理学硕士。曾任国金证券研究所传媒行业分析师、中信证券研究部传媒行业高级分析师。2011年中国证券业金牛奖TMT第4名团队成员；2013年11月获得汤森路透StarMine全球卖方分析师评选可选消费行业“最佳选股奖”第2名。2013年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第四。2015年12月获得东方财富十佳分析师奖项——全市场第三。2016年7月获得“天眼”中国最佳证券分析师传媒行业第三名。

投资建议历史表现图

华扬联众 (603825)



日期	股价	目标价	评级
2017-08-01	21.12	0.00	无评级
买入—	增持—	中性—	
减持—	卖出—		

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebcn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebcn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebcn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebcn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebcn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebcn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebcn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebcn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebcn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebcn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebcn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebcn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebcn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebcn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebcn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebcn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebcn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebcn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebcn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebcn.com
北京	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebcn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebcn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebcn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebcn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebcn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebcn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebcn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebcn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebcn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebcn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebcn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebcn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebcn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebcn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebcn.com